

Market Clip

31 de Enero de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Volvemos a comprar España

Esta semana repasamos el posicionamiento de nuestras carteras y explicamos por qué en los próximos días vamos a volver a comprar España.

A grandes rasgos estamos ligeramente sobreponderados en bolsa, poco invertidos en renta fija y con un peso elevado en retorno absoluto.

Creemos que las bolsas lo podrían hacer bien mientras se mantenga esta situación “cuasi perfecta” de fuerte crecimiento y tipos bajos, que creemos que se romperá si rebrota la inflación. En bolsa, preferimos Europa y Japón (ambos con potencial de recuperarse frente al S&P 500) frente a EEUU (por valoración) y emergentes. Sectorialmente nos gustan los bancos en Europa y, energía y materiales en general. Todos estos sectores se deberían comportar bien en un entorno de aceleración del crecimiento y tipos al alza. Por tamaño de compañías, nos gustan las *small caps* en Europa, menos sensibles a los efectos negativos de la apreciación del euro, por lo que acabamos de vender nuestras posiciones en pequeñas compañías en EEUU, que no se benefician de las reformas de Trump, están bastante endeudadas y cotizan a precios elevados. La fuerte subida de las bolsas que acumulamos en enero aumenta las probabilidades de una corrección temporal.

En renta fija preferimos pasar este periodo de subida de los tipos de interés con poca exposición. El año pasado ya lo pasamos con muy poco peso en bonos gubernamentales, sin embargo, sí tuvimos renta fija privada, tanto de alta como de baja calificación crediticia. En 2018 empezamos con muy poco peso. Es un activo que creemos que cotiza a precios muy poco atractivos y que podría sufrir una corrección. La excepción a lo anterior es que sí seguimos teniendo peso deuda de entidades financieras, que sigue pagando un cupón interesante en términos absolutos y creemos que está bastante a salvo de sustos, ya que los bancos son hoy entidades muy capitalizadas. También tenemos deuda emergente en moneda local, un activo arriesgado pero que paga bien. La situación macro de la mayor parte de los países emergentes es fuerte y mejor que en los anteriores, y en general, tienen la inflación controlada.

“Sectorialmente nos gustan los bancos en Europa, y energía y materiales en general”

“En renta fija preferimos pasar este periodo de subida de los tipos de interés con poca exposición”

1. Italia vs Ibex vs Eurostoxx desde el 1 de septiembre



Fuente: Bloomberg

2. El descuento de Europa respecto a EEUU es muy elevado en términos históricos

	15-year average	Now	Dev. from average
P/B discount to US	37%	48%	-18%
Value to cost discount to US	29%	33%	-6%
CAPE discount to US	30%	49%	-27%
3-year forward P/E discount to US	14%	29%	-17%
Implied discount to US	27%	40%	-17%

Fuente: SYZ Asset Management

Por último, tenemos poco peso en dólares y muy alto en retorno absoluto, un activo en el que buscamos una rentabilidad muy moderada, pero con poca volatilidad y con muy poca correlación con los mercados.

Volvemos a comprar España

En septiembre del año pasado decidimos desinvertir en España por las turbulencias políticas y ante el atractivo “sin complicaciones” del resto de la bolsa europea. Desde entonces el Ibex se ha comportado peor que el Euro Stoxx. Aunque el diferencial es pequeño (3%), hemos tenido mejor rentabilidad y hemos asumido menos riesgo.

Es evidente que los problemas políticos no se han resuelto, pero su impacto en la economía real parece haber disminuido. Tuvieron un efecto negativo en los números de Cataluña en octubre, y su impacto en el resto de España parece haberse diluido desde entonces. ¿Qué argumentos nos llevan a volver a entrar ahora?

1.- Fuerte crecimiento económico. Estimamos un crecimiento del PIB del 3,1% en 2017, del 2,7% en 2018 y del 2,2% en 2019, reflejando un menor impacto de Cataluña del esperado, que además, se compensa con una mejor situación en otras regiones, mayores exportaciones (además del turismo) y un 0,8% de creación de empleo el último trimestre.

Es cierto que los tipos de interés poco a poco irán subiendo y que el petróleo está más caro que hace un año, pero la ganancia de competitividad experimentada por España sigue manteniéndonos a la cabeza del crecimiento de la zona euro.

2.- Micro fuerte. Una parte importante del mayor crecimiento se debe a la mejoría de los sectores financiero, inmobiliario y al turismo, y la mejoría económica se traduce también en mayor consumo. Creemos que los beneficios empresariales seguirán creciendo a un ritmo muy razonable.

3.- Composición sectorial. Creemos que la composición sectorial del IBEX, con un fuerte peso en bancos, puede ayudar a que el índice se comporte bien.

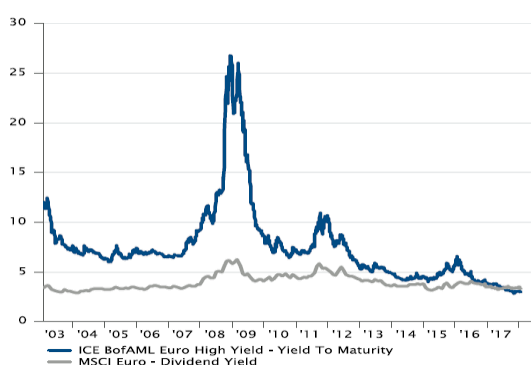
La valoración de la bolsa española es más atractiva que la del resto de la bolsa europea, mientras que Europa tiene un PER de 15,2 veces, el PER para España es de 13,5.

Peligros: la situación de Cataluña sigue sin resolverse, y la falta de apoyos del gobierno le pueden llevar a prorrogar los presupuestos del año pasado, y le podrían forzar dentro de un año a tener que convocar elecciones generales con un futuro incierto. Además, este año hay elecciones presidenciales en México y Brasil, y en ambos hay candidatos populistas con posibilidades reales de ganar.

“Volvemos a comprar España ya que el impacto de los problemas políticos en la economía real parece haber disminuido”

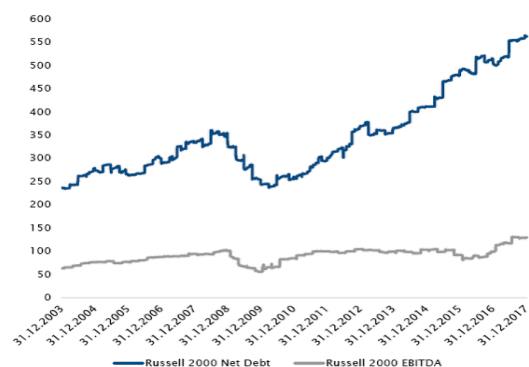
“La valoración de la bolsa española es mejor que la de la bolsa italiana”

3. Lo nunca visto: los dividendos de la bolsa europea aún más altos que el cupón de los bonos HY



Fuente: SYZ Asset Management

4. Las pequeñas empresas americanas se han endeudado a un ritmo más elevado que el crecimiento de sus beneficios



Fuente: SYZ Asset Management

Ponderación de las carteras respecto a los índices



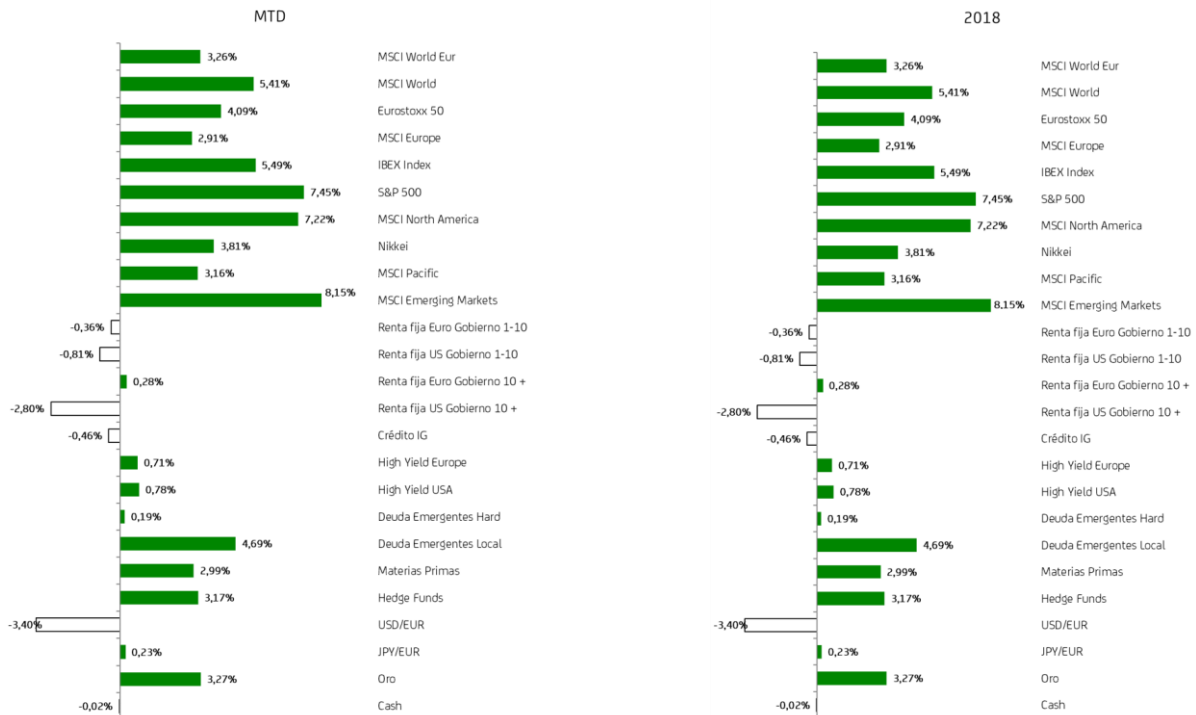
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 26/01/2018)

Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)

Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Padilla, 17, 4ª Planta - 28006 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. o Alantra Wealth Management Agencia de Valores, S.A. (en adelante "Alantra Wealth Management") con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email infoalantrawm@alantra.com.

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email infoalantrawm@alantra.com.

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza